



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

La valutazione degli immobili per l'analisi economica

Francesco Zollino

Banca d'Italia – Servizio Congiuntura e politica monetaria

Tavola Rotonda

L'EVOLUZIONE DELL'ESTIMO E DELLA VALUTAZIONE IMMOBILIARE SULLA BASE DEGLI
STANDARD INTERNAZIONALI, DELLE DIRETTIVE EUROPEE E DELLE NORME NAZIONALI

Camera di Commercio di Roma, 25 febbraio 2014

Indice

1. Informazione immobiliare e analisi economica
2. I progressi statistici per il mercato residenziale
3. Pesanti ritardi per il mercato non residenziale
4. Un primo indicatore basato sulle transazioni di immobili non residenziali
5. Valuation- o transaction-based indicators: una questione aperta

La domanda di informazione statistica sul mercato immobiliare

L'analisi del mercato immobiliare riveste un'importanza centrale nell'analisi economica, nel funzionamento normale dei mercati e ancor di più nei tempi della crisi:

- 1) le variazioni dei prezzi delle case influenzano il ciclo economico aggregato per via del loro impatto diretto sul valore delle attività immobiliari possedute dalle famiglie e dalle imprese, ora attivando effetti ricchezza sui piani di consumo ora più in generale influenzando le condizioni di accesso al credito
- 2) gli investimenti residenziali anticipano spesso i punti di svolta del ciclo aggregato e sono un anello centrale nella catena di trasmissione degli impulsi di politica monetaria
- 3) brusche fluttuazioni dei prezzi hanno un impatto critico sulle condizioni di stabilità dei mercati finanziari (via valore delle garanzie reali, qualità del credito, comportamenti speculativi...)
- 4) il corretto funzionamento del mercato del credito influenza le condizioni di accesso ai servizi abitativi, condizionando le condizioni di efficienza (mobilità del lavoro) e di equità (diritto alla casa)

La crisi ha enfatizzato l'ulteriore canale tra mercato immobiliare e innovazione finanziaria, per via del doppio ruolo dell'abitazione come bene di consumo e come strumento di investimento, spesso con ampio ricorso a leva finanziaria

La domanda di informazione statistica sul mercato immobiliare

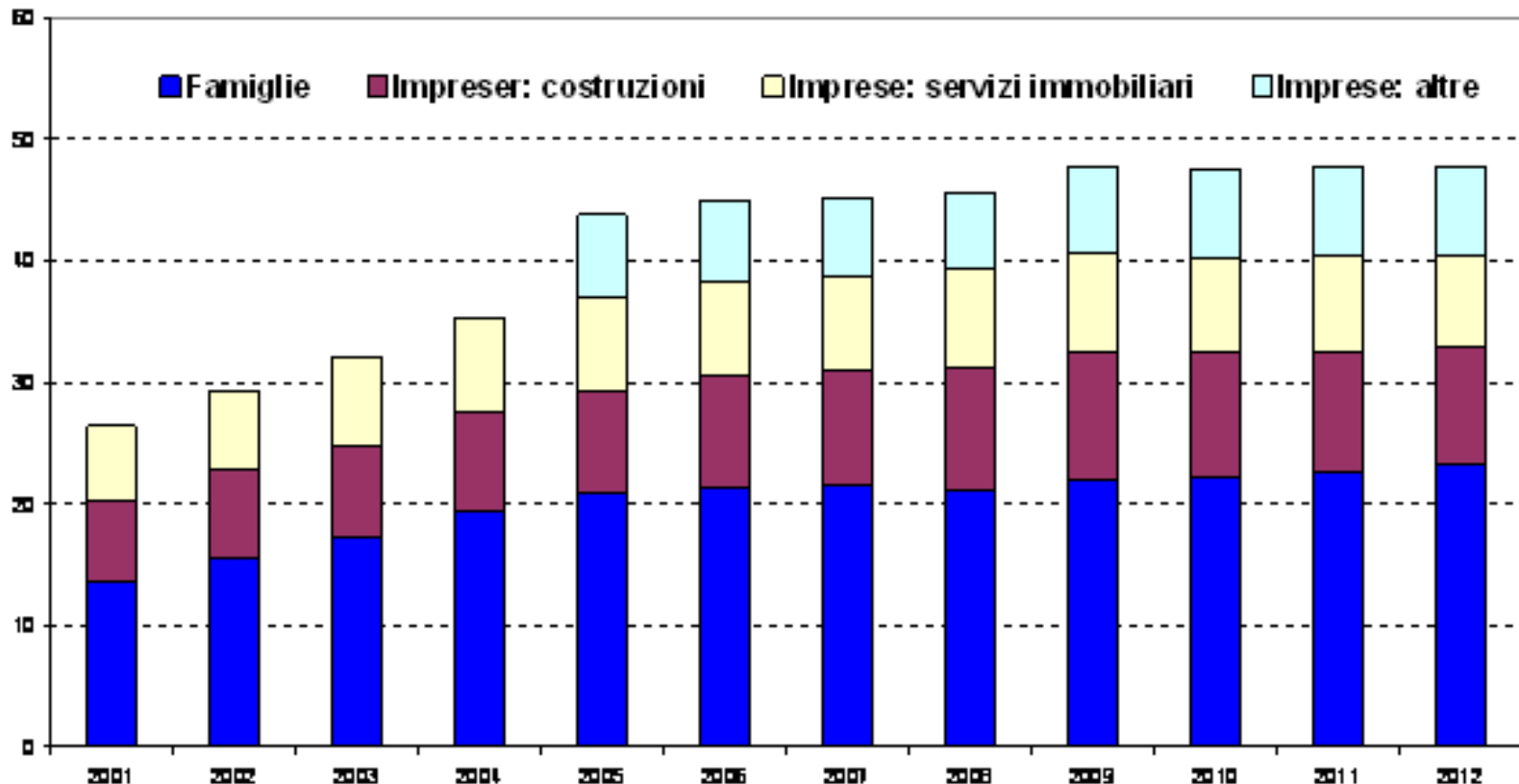
Il comparto immobiliare racchiude un insieme composito di attività:

- a) le attività di costruzione ; b) i servizi di intermediazione per la locazione e il trasferimento di proprietà; c) gli affitti

...con una rilevanza crescente per il sistema bancario

Prestiti bancari connessi con attività immobiliari

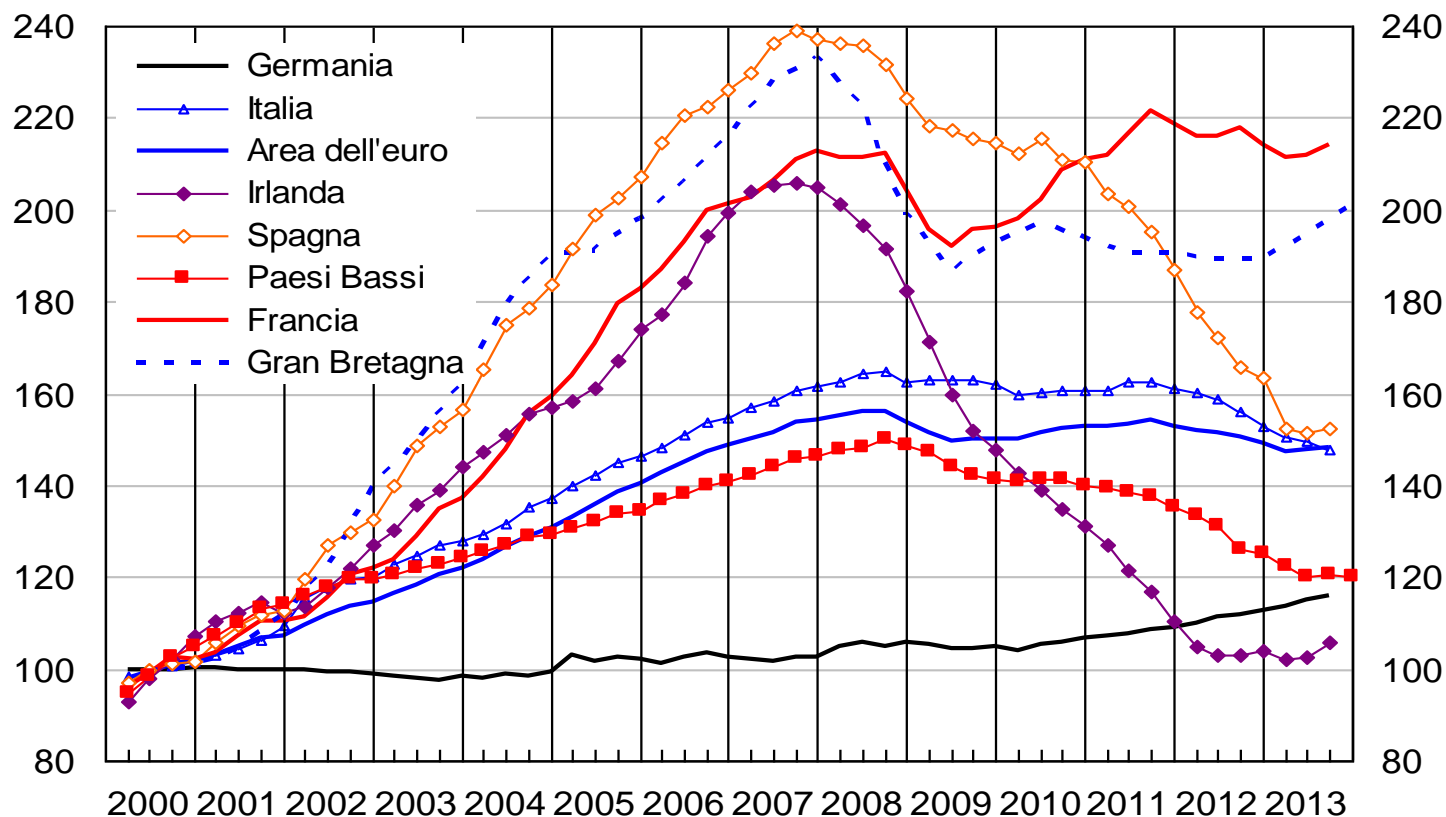
(percentuali sul credito al settore privato non finanziario)



Il quadro statistico sul mercato immobiliare in Europa

Negli ultimi anni si sono realizzati importanti progressi per la rilevazione su basi armonizzate dei prezzi degli immobili residenziali nella UE...

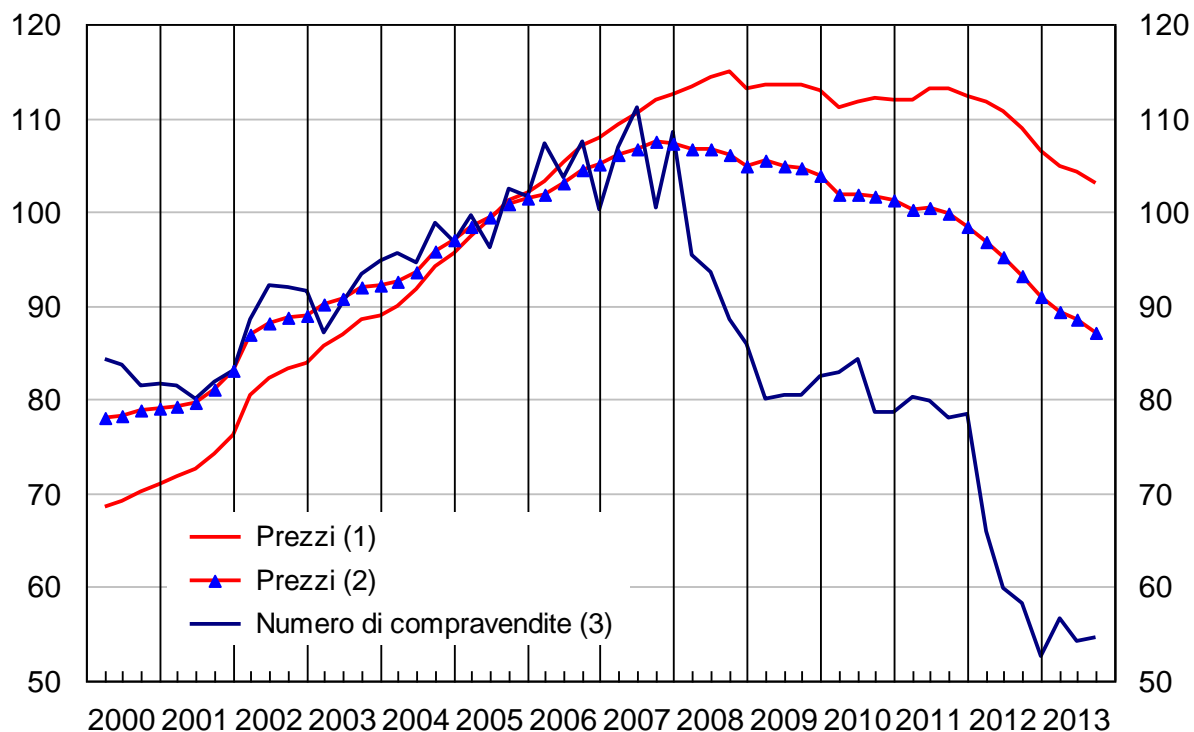
Quotazioni delle abitazioni in Europa



Il quadro statistico/2

..e in Italia è ora disponibile un indice dei prezzi delle abitazioni, diffuso trimestralmente dall'Istat, pur su base ancora sperimentale

Compravendite e prezzi delle abitazioni in Italia (Indici 2005=100)

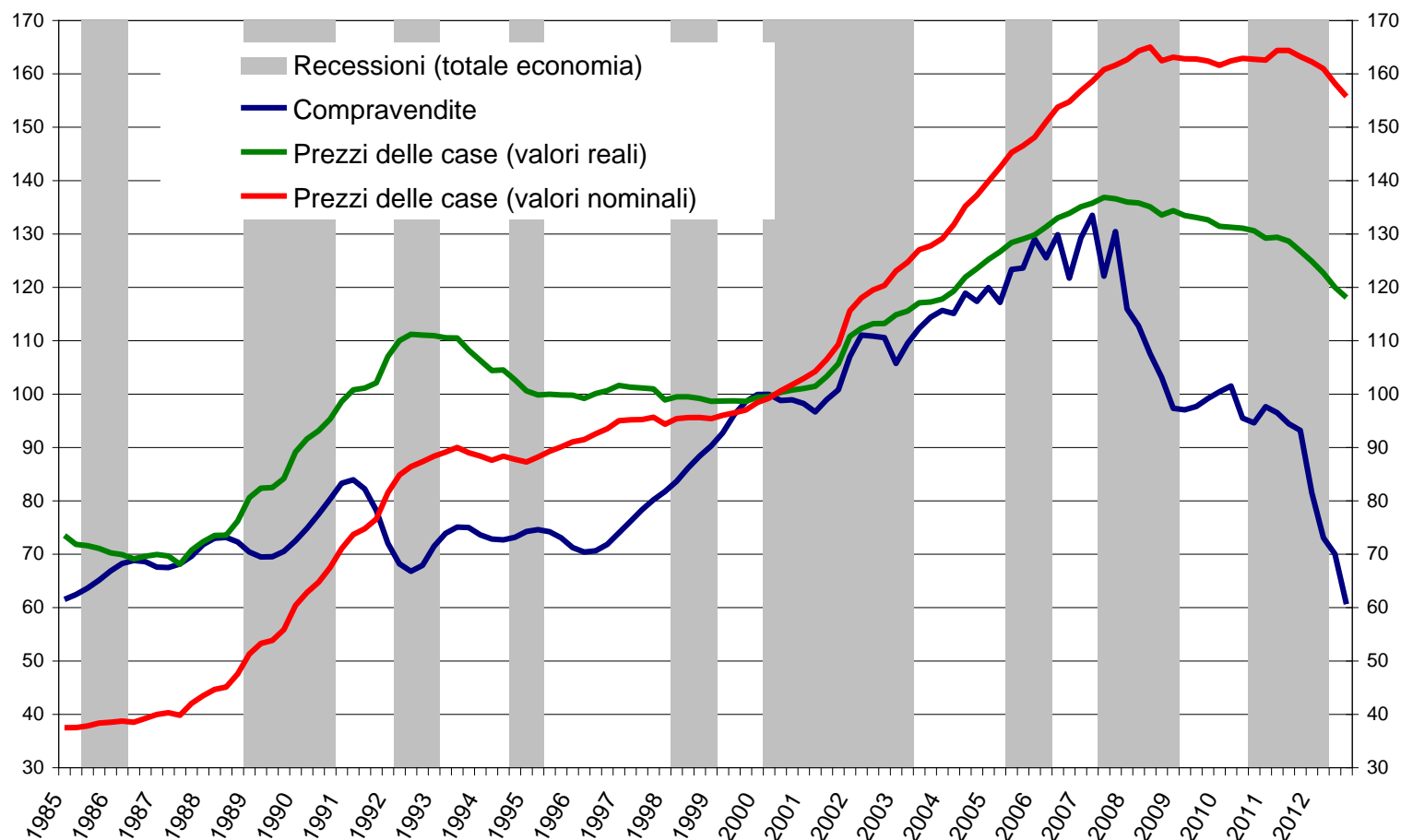


Fonte: Agenzia del Territorio, Banca d'Italia, Istat e Il Consulente Immobiliare. (*) Valori a prezzi correnti (1) e a prezzi costanti (2). (3) Valori corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario.

Il quadro statistico /3

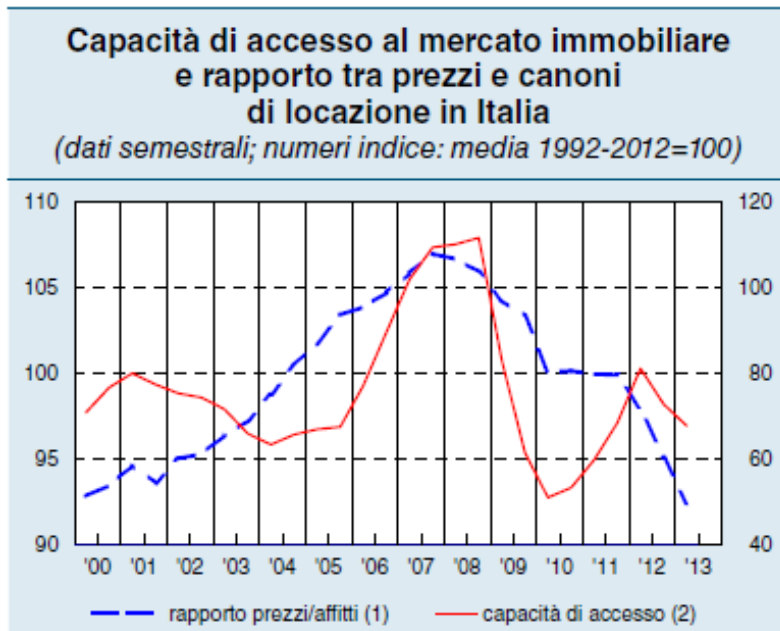
...anche se ancora aperta è la sfida per la ricostruzione storica, dei prezzi come anche dei volumi delle compravendite, utile per la comprensione delle determinanti di fondo delle tendenze del mercato residenziale

Prezzi e compravendite di abitazioni in Italia (numeri indice 2000=100)



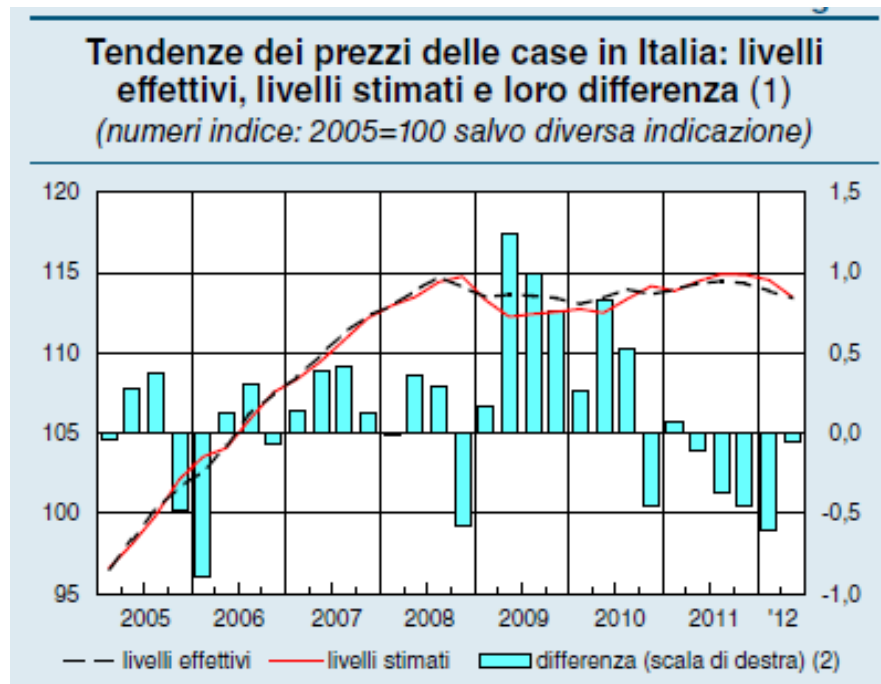
Il quadro statistico /4

...per esempio: c'è stata una bolla immobiliare in Italia?



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, OMI e *Consulente immobiliare*.

(1) Rapporto tra prezzi delle case e canoni di locazione nei nuovi contratti. – (2) Scala di destra. L'indicatore è dato dal rapporto tra il servizio dei nuovi mutui ipotecari (approssimato dal prodotto tra quotazioni e tassi di interesse) e il reddito disponibile delle famiglie; un calo segnala un miglioramento della capacità di accesso al mercato delle abitazioni da parte delle famiglie.



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat e Agenzia del Territorio.

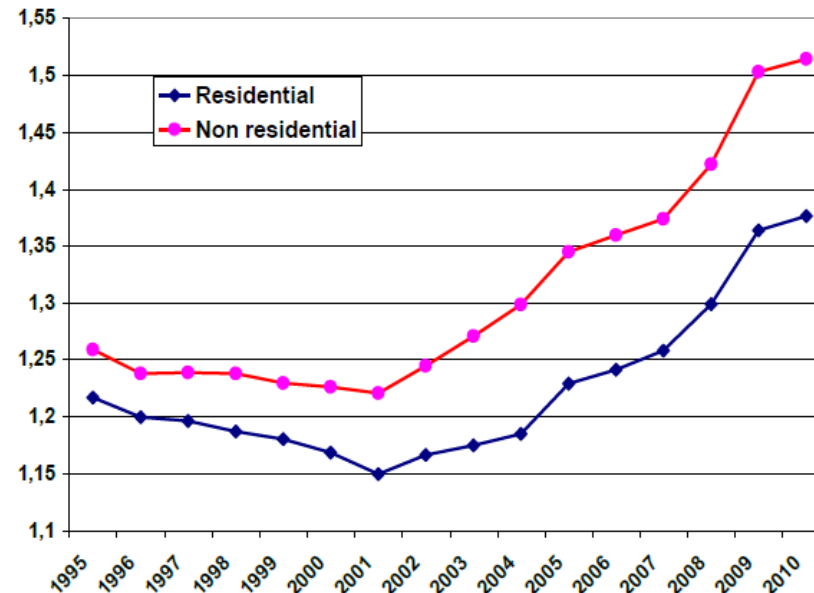
(1) I valori stimati sono ottenuti da un'analisi econometrica della relazione tra i prezzi delle case e le principali determinanti macroeconomiche, tra cui il reddito disponibile delle famiglie, la superficie abitabile per cittadino residente, il tasso di interesse di riferimento della politica monetaria, le aspettative di inflazione. – (2) Differenza tra il livello effettivo e quello stimato dei prezzi, in percentuale del livello effettivo.

Gli immobili commerciali

L'attuale quadro statistico per il comparto non residenziale è poco soddisfacente in Italia, come nella maggior parte dei paesi europei, ancora di più se si considerano unicamente dati disponibili pubblicamente. Al momento non esiste alcuna elaborazione ufficiale in merito ai prezzi del comparto non residenziale...

...ma il comparto assume elevata importanza per grandezza economica e per la valutazione delle garanzie reali nelle relazioni di credito

Italia – Rapporto tra valore dello stock e PIL



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Banca d'Italia

Gli immobili commerciali/ 2

Alcune stime possono essere ottenute da operatori privati ma non sono pubblicamente disponibili e sono derivate da valuation methods

Altri dati sono rilasciati da organizzazioni pubbliche oppure private specializzate in transazioni immobiliari a uso esclusivo di abbonati

In generale, la copertura geografica, la categoria di immobili considerata, l'orizzonte temporale, la frequenza di raccolta dei dati ed il disegno campionario differiscono largamente in funzione delle fonti considerate.

Rispetto all'obiettivo di **compilare un indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili non residenziali** secondo l'approccio basato sulle transazioni, un esercizio sperimentale può essere condotto combinando tre principali fonti di dati di base....

Gli immobili commerciali/ 2

Nomisma;

Scenari Immobiliari;

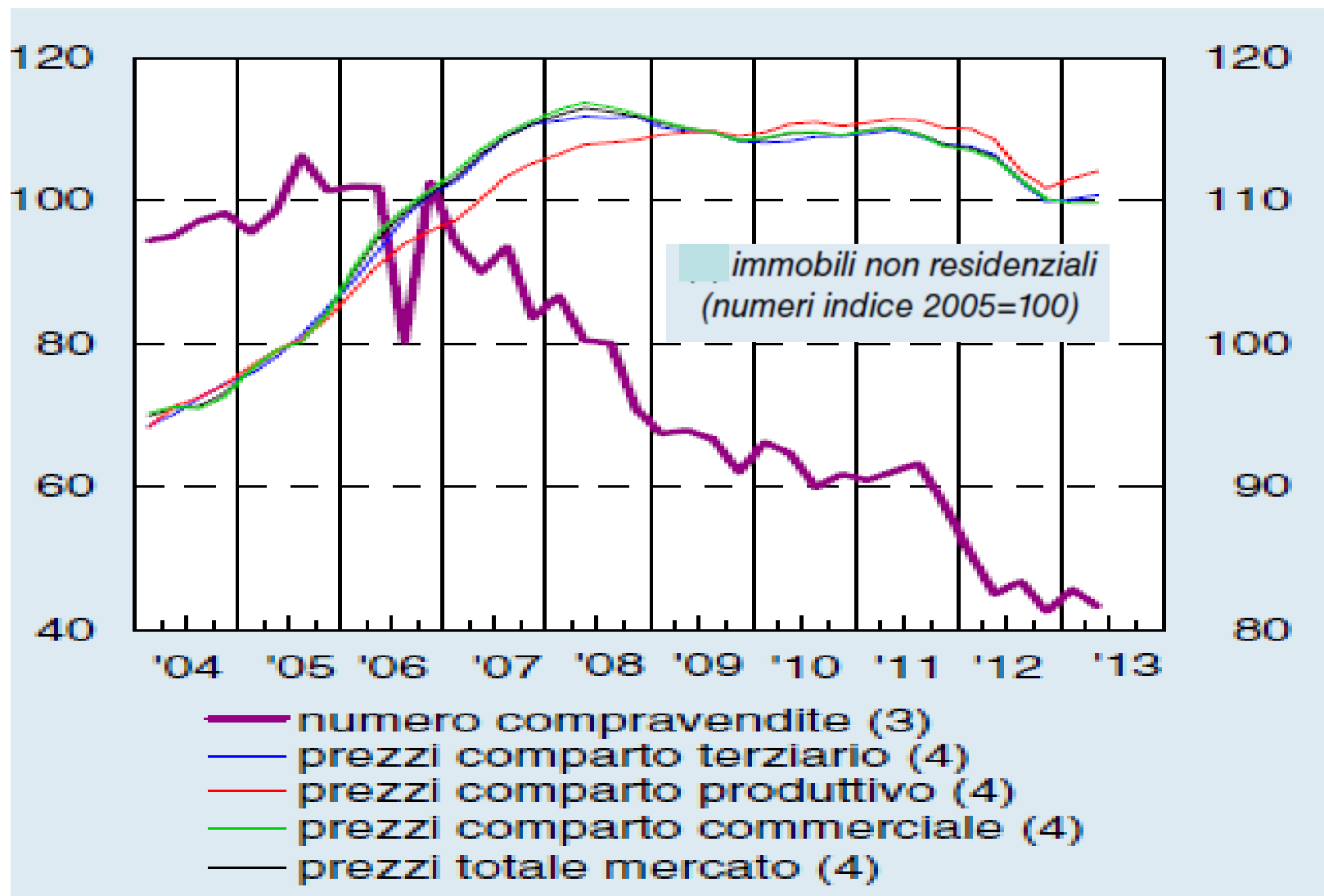
OMI-Agenzia delle Entrate, insieme con Assilea

Tutte queste organizzazioni forniscono alcune statistiche di prezzo per il settore non residenziale in Italia utilizzando prevalentemente dati basati sulle transazioni effettivamente realizzate

L'OMI dell'Agenzia delle Entrate (in collaborazione con Assilea) raccoglie dati su singole transazioni e contratti di leasing e divulga informazioni che riguardano l'intero paese; il numero di contratti registrati che sono inclusi nel campione si aggira intorno a 8.000, quasi il 20 per cento del fatturato del mercato non residenziale.

Per quanto riguarda la copertura per tipo di immobili, i dati si riferiscono a tre categorie (negozi, uffici ed unità industriali) e adottano una classificazione per destinazione d'uso conforme con il registro catastale.

L'indicatore dei prezzi elaborato dalla Banca d'Italia



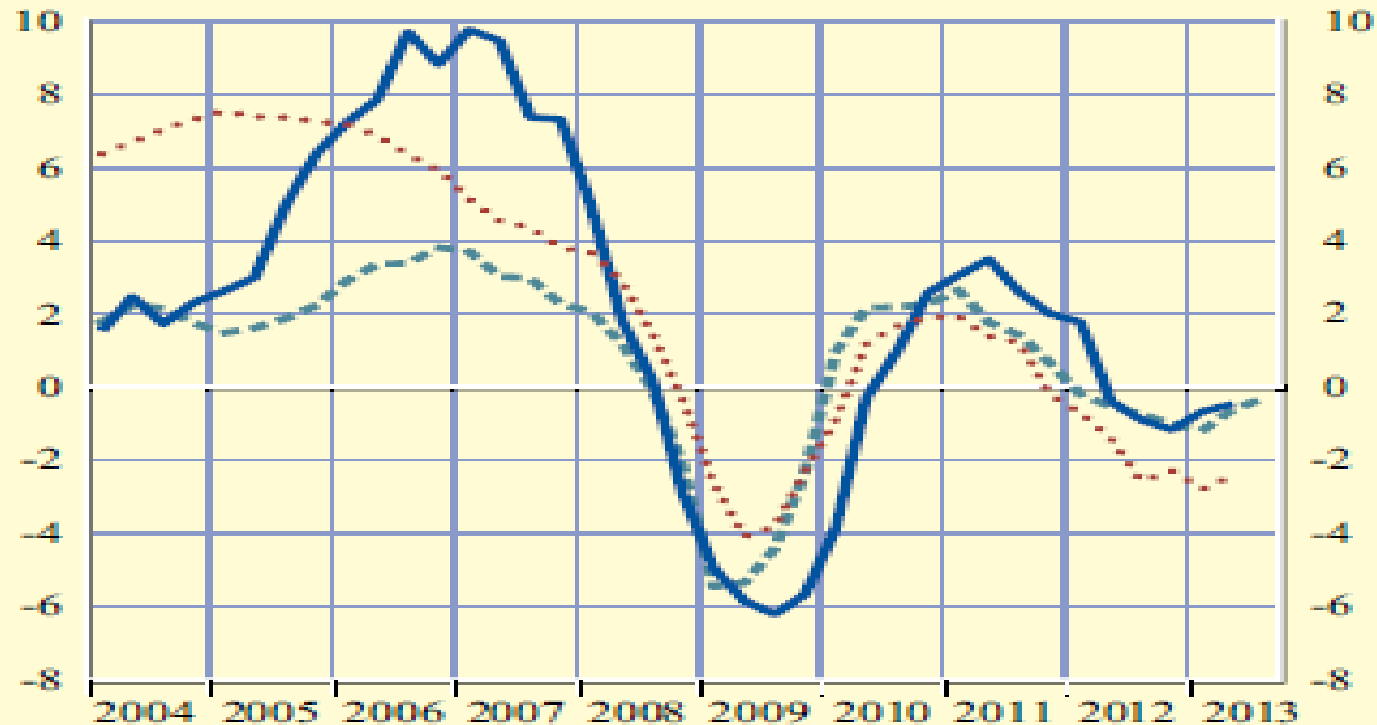
(3) Totale mercato. – (4) Scala di destra.

...che alimenta quello appena diffuso dalla BCE

Prezzi degli immobili residenziali e commerciali e crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

- prezzi degli immobili commerciali
- prezzi degli immobili residenziali
- - - - crescita del PIL



Fonti: BCE, stime sperimentali della BCE basate su IPD e dati nazionali, ed Eurostat.

Una questione aperta: valuation- o transaction-based?

A comparison between valuation based and Bol indicators for commercial property prices in Italy

(yearly percentage changes on average during the different periods)

Period	IPD_TR	IPD_IR	IPD_CV	Bol_exp
Retail				
2003-2008	2.17	1.48	0.69	6.22
2009-2011	1.07	1.42	-0.39	-0.53
Office				
2003-2008	2.12	1.36	0.76	6.14
2009-2011	0.80	1.26	-0.45	-0.36
Industrial				
2003-2008	2.29	1.80	0.49	6.10
2009-2011	1.47	1.66	-0.17	0.27
Total				
2003-2008	1.93	1.40	0.53	6.13
2009-2011	1.00	1.38	-0.39	-0.42

Una questione aperta: valuation- o transaction-based?

Misura di prezzo (corretta per la variazione della qualità dell'edificio):
supponiamo che il prezzo evolva nel tempo a un dato tasso di variazione

$$P_t = P_{t-1} \cdot (1 + \pi_t).$$

La misura del valore del capitale tiene conto della rivalutazione ma anche delle perdite dovute all'usura dell'immobile

$$CG = \frac{V_t}{V_{t-1}} - 1 = (1 + \pi_t) \cdot (1 - d_t) - 1 \approx \pi_t - d_t.$$

La misura di Total return (capital growth + income return, nell'ipotesi che tutto il cash flow venga reinvestito) tiene anche conto del tasso di sconto r

$$TR = CG + IR = (1 + \pi_t) \cdot (1 - d_t) - 1 + r_t \approx \pi_t - d_t + r_t.$$